

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620061150983

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国股票型开放式基金绩效评估的实证研究

Empirical Analyses on the Performance Evaluation of Open-end  
Securities Investment Funds

李健峰

指导教师姓名: 陈 善 昂 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 5 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 李健峰

2009 年 5 月 26 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：李健峰

2009 年 5 月 26 日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

自 1998 年基金金泰和基金开元的开篇之作，到 2001 年开放式基金首发，到 2005 年商业银行涉足基金业设立基金管理公司，再到 2006 年基金封转开的实行，在经济金融快速发展的背景下，伴随着制度的不断完善，产品的不断丰富，我国基金业用 11 年走完了国外一百多年的发展历程，无论在规模上还是结构上都发生了翻天覆地的变化。

在新的金融环境下，面对数量众多，风格各异的基金产品如何客观合理的评价，已成为基金参与各方越来越关注的问题。

一个完整的基金绩效评估体系必须包括：基金收益风险衡量、基金经理投资能力分析和基金业绩的持续性分析三方面。本文借鉴国内外证券投资基金业绩评估的研究成果，结合我国证券市场的实际情况，选用了 2004 年至 2008 年间的 20 只股票型开放式基金，对开放式基金风险收益特征、基金经理投资能力分析和业绩持续性分析进行了深入的理论阐释和实证分析。为今后进一步的研究提供阶段性的结论和参考性的建议。

本文主要运用经典的风险调整收益指标、VaR 及基于 VaR 的 RAROC 法、T-M 模型、C-L 模型、转移矩阵法和整体持续性指标等方法，用日、周、年不同时间周期收益率分阶段进行实证分析，得出的主要结论如下：（1）我国开放式基金收益超越基准组合收益，体现了专业有效的资产管理能力；（2）三个经典风险调整收益指标保持一定程度的内部一致性，综合比较得出夏普指数更具代表性；（3）我国基金不具备选时能力，整体上具有一定的选股能力，在不同阶段有不同显著程度的选股能力，在牛市选股能力更显著；（4）我国基金业绩整体上不具备持续性，基金经理高频率更替是一重要影响因素。

本文最后结合实证研究的结果和相关原因分析，对发展我国开放式基金提出了相关政策建议。

**关键词：**股票型开放式基金；绩效评估；实证研究

厦门大学博硕士论文摘要库

## ABSTRACT

In 1998, the first strict enclosed securities investment funds — Fund Jin Tai and Fund Kai Yuan were established; In 2001, the first open-end fund was issued; In 2005, commercial banks were allowed to set up fund management companies; In 2006, closed-end funds were changed into open-end funds. With the rapid development of economy, constant improvement of the system and gradual advancement of financial products, our fund industry has achieved great success only with 11 years, compared with 100 years of foreign fund industry. There have been enormous changes in scale and structure in our fund industry.

Under the background the new economic development, stakeholders have paid more attention to objective and reasonable performance evaluation of numerous funds with different styles.

A complete fund performance evaluation system includes: measurement of fund income and risk, analyses on investment capacity of fund managers and analyses on fund achievement persistence. The article uses domestic and foreign research results for reference, bases research on China's security market, selects 20 open-end securities investment funds from 2004 to 2008, elaborates systematic theories, carries on empirical analyses on income-risk measurement, fund managers' investment capacity, achievement persistence of open-end securities investment funds, puts forward conclusions in phases and raised suggestions for reference.

The article uses classical risk-adjusted income indicators, VaR model, RAROC model based on VaR, T-M model, C-L model, Shift-Matrix, Overall-persistence index, carries on empirical researches on daily, weekly and yearly basis, and comes to the following conclusions:

- (1) Chinese open-end fund performance is higher than benchmark market portfolio. It's indicated that open-end fund managers have professional and effective fund management capacity.
- (2) Three classical risk-adjusted income indicators maintain interior consistency to some extent, and it's a better indicator with more representativeness compared with Sharp Measure.
- (3) Fund managers have insignificant timing capacity. However, they have some selection capacity. The significance of the selection capacity is different at different periods of time, and it's more significant in a bull market.
- (4) In general, Chinese funds' performance isn't persistent. And it can be attributed to high-frequency turnover of fund managers.

Lastly, the article puts forward some suggestions on the development of open-end funds in China on the basis of the empirical research results.

**Keywords:** open-end securities investment funds; performance evaluation; empirical analyses.

厦门大学博硕士论文摘要库



# 目 录

第 1 章 绪论 .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	3
1.3 数据样本及市场基准选取 .....	4
1.4 研究方法和基本框架 .....	5
1.4.1 研究方法和创新点 .....	5
1.4.2 基本框架 .....	6
第 2 章 国内外文献回顾与评价 .....	7
2.1 国外文献回顾与评价 .....	7
2.2 国内文献回顾和评价 .....	10
第 3 章 基金收益率评价与实证分析 .....	14
3.1 经典指标介绍及其比较 .....	14
3.1.1 传统收益的衡量 .....	14
3.1.2 风险调整指数方法 .....	15
3.2 经典三风险调整指数方法实证分析 .....	17
3.3 VaR 及 RAROC 指数 .....	23
3.3.1 风险值 (VaR) 的基本理论和估计方法 .....	24
3.3.2 极值理论 (EVT) 概述 .....	25
3.3.3 基于一般帕累托分布的极值理论方法 .....	26
3.3.4 基于 VaR 的 RAROC 模型 .....	28
3.4 VaR 及 RAROC 模型实证 .....	29
3.4.1 VaR 的测算 .....	29
3.4.2 基于 VaR 的 RAROC 模型实证 .....	31
第 4 章 选股能力与选时能力分析 .....	33
4.1 选股能力与选时能力模型 .....	33
4.1.1 T-M 的二次项模型 .....	33
4.1.2 H-M 模型 .....	34
4.1.3 C-L 模型 .....	34
4.2 选股选时能力模型实证 .....	34
4.2.1 基金日收益率数据基于 T-M、C-L 模型的实证结果 .....	35
4.2.2 基金周收益率数据基于 T-M、C-L 模型的实证结果 .....	35
4.2.3 对基金 240001 异常的解釋 .....	36
4.2.4 基金选股、选时能力实证总结 .....	37

<b>第 5 章 业绩持续性能力评价理论与实证 .....</b>	<b>39</b>
<b>5.1 理论与模型介绍 .....</b>	<b>39</b>
5.1.1 转移矩阵法及实证.....	39
5.1.2 整体持续性指标法及实证.....	44
5.1.3 对基金经理更替的研究.....	45
<b>第 6 章 结论及政策建议 .....</b>	<b>47</b>
<b>附件及附表 .....</b>	<b>49</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>68</b>

# Contents

<b>Chapter one: Introduction .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 the Background of Research .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 the Research Significance.....</b>	<b>3</b>
<b>1.3 the Selection of Data and Market Benchmark .....</b>	<b>4</b>
<b>1.4 Research Methods and Basic Structure .....</b>	<b>5</b>
1.4.1 Research Methods and Innovations .....	5
1.4.2 Basic Structure .....	6
<b>Chapter two: the Review of Domestic and Foreign Researches.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 the Review of Domestic Researches.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 the Review of Foreign Researches .....</b>	<b>10</b>
<b>Chapter three: Fund's Yield Evaluation and Empirical Analyses ....</b>	<b>14</b>
<b>3.1 Classical Indicators' Introduction and Comparison.....</b>	<b>14</b>
3.1.1 Traditional Yield Measurement.....	14
3.1.2 Risk-Adjusted Indicator .....	15
<b>3.2 Classical Three-Factor Risk-Adjusted Indicator and Empirical Analyses .....</b>	<b>17</b>
<b>3.3 VaR and RAROC Indicator .....</b>	<b>23</b>
3.3.1 Basic Theory and Evaluation of VaR .....	24
3.3.2 Introduction of EVT.....	25
3.3.3 EVT based on General Pareto Distribution.....	26
3.3.4 RAROC Model based on VaR .....	28
<b>3.4 VaR and RAROC Model Empirical Research .....</b>	<b>29</b>
3.4.1 VaR Measurement .....	29
3.4.2 Empirical Research of RAROC Model based on VaR.....	31
<b>Chapter four: Analyses on Selection Capacity and Timing Capacity</b>	<b>33</b>
<b>4.1 Models of Selection Capacity and Timing Capacity .....</b>	<b>33</b>
4.1.1 T-M Second Item Model .....	33
4.1.2 H-M Model .....	34
4.1.3 C-L Model.....	34
<b>4.2 Empirical Research of Selection Capacity and Timing Capacity.....</b>	<b>34</b>

4.2.1 Empirical Research Results of T-M and C-L on a Daily Basis.....	35
4.2.2 Empirical Research Results of T-M and C-L on a Weekly Basis.....	35
4.2.3 Explanation of the Abnormality of Fund 240001 .....	36
<b>4.2.4 Summaries of the Empirical Research.....</b>	<b>37</b>
<b>Chapter five: Performance Persistence Evaluation's Theory and</b>	
<b>Empirical Study.....</b>	<b>39</b>
<b>5.1 Theory and Model Introduction .....</b>	<b>39</b>
5.1.1 Shift-Matrix and Empirical Study .....	39
5.1.2 Overall Persistence Indicator and Empirical Study .....	44
5.1.3 Research on Turnover of Fund Managers .....	45
<b>Chapter six: Conclusions and Suggestions .....</b>	<b>47</b>
<b>Appendix.....</b>	<b>49</b>
<b>Reference.....</b>	<b>68</b>

## 第 1 章 绪论

### 1.1 研究背景

2005 年到 2007 年 10 月中国证券市场经历了指数上涨达六倍的旷世牛市，而此后的短短一年，市场缩水最大达 73%，股市财富魔幻吸引了全中国全世界的眼球，巨量的资金在资本市场间流动。基金作为较为成熟的机构投资者聚集了众多优秀的投资专家，在投资运作、信息搜集分析、公司研究、投资理财等方面可以发挥最大的优势，在开辟投资渠道、倡导理性投资、促进资本市场乃至整个国民经济的发展中发挥着越来越重要的作用。

在国外，作为证券市场最大投资主体，基金已成为金融市场上与银行业、证券业、保险业并驾齐驱的金融服务行业，而我国基金业起步比较晚。

1997 年 11 月，国务院证券委员会颁布了《证券投资基金管理暂行办法》，为证券投资基金的设立和运作提供了重要的法律基础，1998 年 3 月，我国首次批设金泰、开元两只封闭式证券投资基金，2000 年 10 月中国证券监督管理委员会颁布了《开放式证券投资基金试点办法》，开启了我国发展开放式基金的大门。2001 年，华安创新、南方稳健成长、华夏成长 3 只开放式基金先后成立，此后基金产品开始走向多元化，系列基金、债券基金、保本基金、货币市场基金、ETF、LOF 等一系列创新的基金产品相继问世。与此同时《证券投资基金管理暂行办法》、《证券投资基金上市规则》、《开放式证券投资基金试点办法》等有关法律法规不断完善，为证券基金的规范化发展打下了坚实的基础。2005 年 2 月 20 日，中国人民银行、中国银监会、中国证监会联合发布了《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》，同年六月至九月，中国工商银行、交通银行、中国建设银行先后发起设立工银瑞信、交银施罗德、建信基金管理公司，基金的发展进入了独立基金管理公司与银行背景基金管理公司并重发展的阶段。另一方面，社保基金、保险资金、合格的境外机构投资者（QFII）、企业年金等相继进入证券市场，基金管理公司的服务群体进一步扩大，基金业爆炸式地发展。2006 年，基金兴业成为国内首支“封转开”基金，首只 QDII 基金—华安国际配置基金正式成立。2007 年 3 月国务院对 1999 年的《期货交易管理暂行条例》作了全面修订，

推出了新的《期货交易管理条例》并于 2007 年 4 月 15 日施行，为股指期货的推出提供了法律基础。

随着市场建设的不断完善和投资者投资习惯的改变，迎着经济高速发展的浪潮，整个基金业无论是规模还是产品结构都发生了巨大变化。

从 1998 年 3 月基金金泰和基金开元的设立，到 2008 年底，11 年时间里，中国基金发展到 60 家基金管理公司，1.9 万亿元的资产规模。截至 2008 年 12 月 31 日，我国共有 473 只证券投资基金，资产净值合计 19380.68 亿元，份额规模合计 25731.71 亿份。其中 31 只封闭式基金资产净值合计 685.52 亿元，占全部基金资产净值的 3.54%，份额规模合计 768.10 亿份，占全部基金份额规模的 2.99%。其中 442 只开放式基金资产净值合计 18695.15 亿元，占全部基金资产净值的 96.46%，份额规模合计 24963.61 亿份，占全部基金份额规模的 97.01%。股票方向基金共有 315 只，资产净值合计 12798.74 亿元，占全部基金资产净值 19380.68 亿元的 66.04%。共有 60 家基金管理公司，其中华夏基金管理公司管理 21 只基金，前 10 大基金管理公司管理了 9775.15 亿元的基金资产，占全部基金管理公司的 50.44%。截至 2008 年 12 月 31 日，沪深 A 股流通市值合计 44419.11 亿元，按资产净值口径统计，股票投资方向基金 12798.74 亿元资产净值占到 A 股流通市值 28.81% 比例。2008 年国内生产总值(GDP)达 30.067 万亿，基金资产占比 GDP 达 6.4%。可见基金已成为资本市场，金融市场，乃至整个经济最为重要的机构投资者之一。

纵观我国证券投资基金业的 11 年的发展历程，如下表 1-1，年均 35% 以上的持续增长，用 11 年时间走完了发达国家几十年的路，迅速成为中国股市最主要的决定力量。

表 1-1 我国证券投资基金发展概况

我国证券投资基金发展概况						
年度	封闭式基金		开放式基金		总数量	增速
	数量	比例	数量	比例		
1998	5	100%	0	0%	5	
1999	23	100%	0	0%	23	360%
2000	41	100%	0	0%	41	78%
2001	49	94%	3	6%	52	27%
2002	54	76%	17	24%	71	37%
2003	54	49%	56	51%	110	55%
2004	54	34%	107	66%	161	46%
2005	54	25%	164	75%	218	35%
2006	53	17%	268	83%	321	47%
2007	37	10%	326	90%	363	13%
2008	31	7%	442	93%	473	30%

数据来源: www.gtarsc.com

## 1.2 研究意义

随着证券投资基金规模不断扩大、品种不断增加,对基金全面、合理、科学地评价成为基金业发展中的一个关键性环节。面对数量众多、类型风格各异的证券投资基金,如何运用科学的方法对基金的各个维度作出客观合理的评价,已成为基金参与各方越来越关注的问题。

在投资实践中,投资者需要了解投资品的收益风险状况,作为下一步投资的参考;投资顾问需要根据基金的内在特征向投资者提供有效的投资建议;基金公司可以根据基金的绩效情况调整自己的操作管理;监管者参考基金的运行情况制定政策和进行调控监管不断完善市场。

因此,本文尝试采用现代投资理论中的经典模型,对我国开放式基金几年来

的绩效进行分析和研究,以期能够描述我国开放式基金的运行规律和特点,为今后进一步的研究提供阶段性的结论和参考性的建议。

### 1.3 数据样本及市场基准选取

表 1-2 本文实证分析所选 2003 年底之前成立的股票型开放式基金

基金代码	基金简称	基金公司简称	投资风格	成立日期
000001	华夏成长	华夏基金	成长型	2001-12-18
002001	华夏回报	华夏基金	价值投资型	2003-09-05
020001	国泰金鹰	国泰基金	成长型	2002-05-08
040001	华安创新	华安基金	成长型	2001-09-21
040002	华安 A 股	华安基金	指数型	2002-11-08
050001	博时增长	博时基金	平衡型	2002-10-09
070002	嘉实增长	嘉实基金	成长型	2003-07-09
070003	嘉实稳健	嘉实基金	稳健成长型	2003-07-09
080001	长盛成长	长盛基金	平衡型	2002-09-18
090001	大成价值	大成基金	价值投资型	2002-11-11
110002	易方达策略	易方达基金	成长型	2003-12-09
151001	银河稳健	银河基金	积极成长型	2003-08-04
161601	融通新蓝筹	融通基金	平衡型	2002-09-13
162201	合丰成长	泰达荷银基金	价值优化型	2003-04-25
162202	合丰周期	泰达荷银基金	价值优化型	2003-04-25
217001	招商股票	招商基金	成长型	2003-04-28
240001	宝康消费品	华宝兴业基金	成长型	2003-07-15
260101	景顺优选股票	景顺长城基金	成长型	2003-10-24
519011	海富通精选	海富通基金	积极成长型	2003-08-22
519180	万家 180	万家基金	指数型	2003-03-15

数据来源: www.gtarsc.com

中国目前(截至 2008 年 12 月 31 号)的基金产品结构中,开放式基金占比



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库